

2021 年中报点评：开关、线圈类产品高增，业绩符合预期

买入（维持）

2021 年 08 月 16 日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

研究助理 柴嘉辉

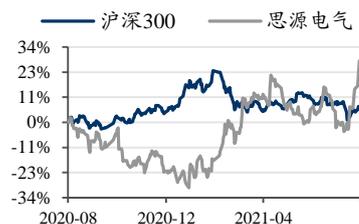
chaijh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7,373	9,061	10,722	12,375
同比 (%)	15.6%	22.9%	18.3%	15.4%
归母净利润 (百万元)	933	1,281	1,585	1,872
同比 (%)	67.4%	37.2%	23.7%	18.1%
每股收益 (元/股)	1.22	1.68	2.08	2.45
P/E (倍)	27.53	20.06	16.21	13.73

投资要点

- **H1 营收同比+31.01%，归母净利润同比+23.54%，符合我们的预期。**公司发布 2021 年半年报，实现营收 38.4 亿元，同增 31.01%；实现归母净利润 5.7 亿元，同增 23.54%，符合此前业绩快报的预期。其中 2021Q2，实现营收 20.28 亿元，同降 1.85%；实现归母净利润 2.89 亿元，同降 22.44%。
- **毛利率受运输费用重分类影响、净利率受多方面因素影响。**2021H1 毛利率为 31.14%，同比下降 3.10pct，Q2 毛利率 31.49%，同比下降 2.71pct，环比上升 0.75pct，上半年毛利率同比下降主要原因是运输费用被分类进营业成本（上年同期为销售费用），而原材料价格波动对公司影响有限；2021H1 归母净利率为 14.83%，同比下降 0.90pct，Q2 归母净利率 14.26%，同比下降 3.79pct，环比下降 1.21pct，Q2 净利率下降，主要来自：1）取消去年的社保减免；2）汇兑损失 371 万（去年同期汇兑收益 1371 万）；3）奖金从年度核算改为季度核算；4）退税减少等。
- **今年电网投资有望稳增，在双碳、新型电力系统背景下调度、配用电、特高压直流等存在结构性增长机会。**21 年电网计划投资 4730 亿元，同比+3%；1-6 月国内电网投资 1734 亿元，同比+4.65%，未来电网总体投资我们预计维持稳增状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入，新兴复合增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。我们预计在此背景下调度、配用电、特高压直流等领域面临结构性增长的机会，同时二次设备和电网智能化投资有望结构性增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑今年取消社保减免、汇兑损失等因素影响，我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别 12.8 亿元（-0.5 亿元）、15.9 亿元（-0.4 亿元）、18.7 亿元（-0.6 亿元），同比分别+37.2%、+23.7%、+18.1%，对应现价 PE 分别 20x、16x、14x，给予目标价 42 元，对应 2021 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行，投资不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	33.67
一年最低/最高价	18.79/35.53
市净率(倍)	3.69
流通 A 股市值(百万元)	19867.66

基础数据

每股净资产(元)	9.12
资产负债率(%)	36.07
总股本(百万股)	763.22
流通 A 股(百万股)	590.49

相关研究

- 1、《思源电气 (002028) 年报点评：年报符合预期，21 年海内外业务有望提速》2021-04-18
- 2、《思源电气 (002028)：2021 年一季度业绩预告点评：盈利能力继续改善，Q1 业绩大超预期》2021-03-18
- 3、《思源电气 (002028)：Q3 延续高增、毛利率继续改善》2020-10-19

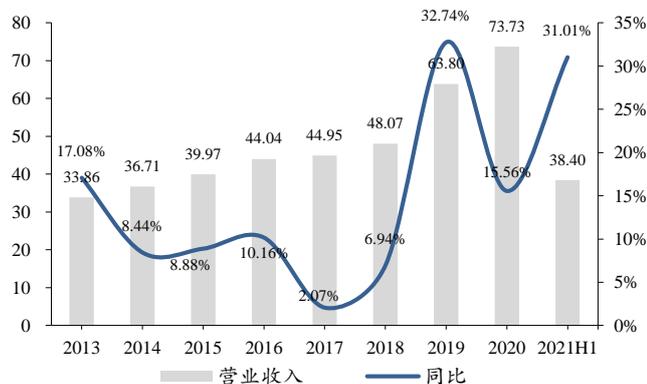
21H1 营收同比+31.01%，归母净利润同比+23.54%，符合我们的预期。公司发布 2021 年半年报，报告期内实现营业收入 38.4 亿元，同比增长 31.01%；实现归属母公司净利润 5.7 亿元，同比增长 23.54%，符合此前业绩快报的预期。其中 2021Q2，实现营业收入 20.28 亿元，同比下降 1.85%，环比增长 11.89%；实现归属母公司净利润 2.89 亿元，同比下降 22.44%。Q2 收入同比下降，主要是去年 Q1 部分订单延迟到 Q2 确认；利润下降主要由于取消社保减免、汇兑损失、奖金从年底核算改为分季度核算及政府退税减少等。

表 1: 思源电气 2021H1 核心财务数据 (亿元)

思源电气	2021H1	2020H1	同比	2021Q2	2020Q2	同比	2021Q1	环比
营业收入	38.40	29.31	31.0%	20.28	20.66	-1.9%	18.12	11.9%
毛利率	31.1%	34.2%	-3.1%	31.5%	34.2%	-2.7%	30.7%	0.7%
营业利润	6.99	5.53	26.4%	3.48	4.54	-23.4%	3.51	-1.0%
利润总额	7.00	5.54	26.4%	3.47	4.55	-23.6%	3.53	-1.6%
归属母公司净利润	5.70	4.61	23.5%	2.89	3.73	-22.4%	2.80	3.1%
扣非归母净利润	5.43	4.25	27.6%	2.65	3.54	-25.3%	2.78	-4.9%
归母净利率	14.8%	15.7%	-0.9%	14.3%	18.0%	-3.8%	15.5%	-1.2%
股本	7.63	7.61	-	7.63	7.61	-	7.63	-
EPS	0.75	0.61	23.2%	0.38	0.49	-22.6%	0.37	3.1%

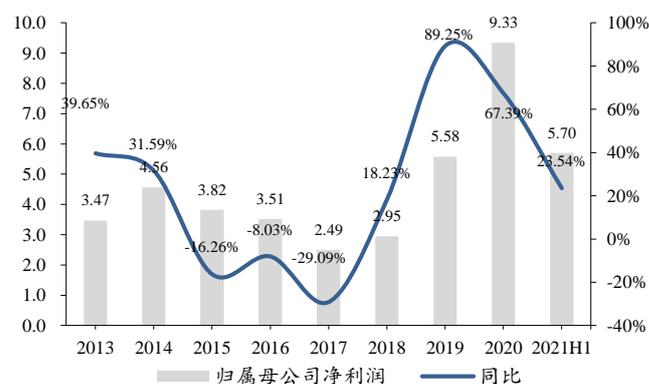
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 1: 2021H1 收入 38.4 亿元, 同比+31.01% (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 2021H1 归母净利润 5.7 亿元, 同比+23.54% (亿元)

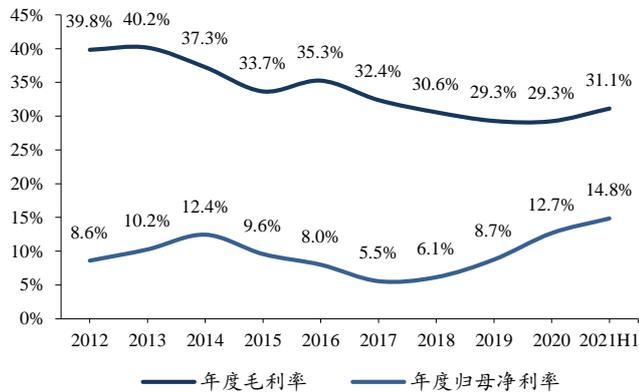


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

毛利率受运输费用重分类影响、净利率受多方面因素影响。2021H1 毛利率为 31.14%，同比下降 3.10pct，Q2 毛利率 31.49%，同比下降 2.71pct，环比上升 0.75pct，上半年毛利率同比下降主要原因是运输费用被分类进营业成本（上年同期为销售费用），而原材料价格波动对公司影响有限；2021H1 归母净利率为 14.83%，同比下降 0.90pct，Q2 归母净利率 14.26%，同比下降 3.79pct，环比下降 1.21pct，Q2 净利率下降，主要来自：1）取消去年的社保减免；2）汇兑损失 371 万（去年同期汇兑收益 1371 万）；3）奖金从年

度核算改为季度核算；4) 退税减少等。

图 3: 2021H1 毛利率、净利率同比-3.10、-0.90pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 2021Q2 毛利率、净利率同比-2.71、-3.79pct



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

今年电网投资有望稳增，在双碳、新型电力系统背景下调度、配用电、特高压直流等存在结构性增长机会。2021 年电网计划投资 4730 亿元，同比+3%；1-6 月国内电网投资 1734 亿元，同比+4.65%，未来电网总体投资我们预计维持稳增状态。但新能源、尤其是分布式能源的大量并网接入，新兴复合增长，以及与之匹配的大量电力电子设备的接入，对电网提出新的要求。我们预计在此背景下调度、配用电、特高压直流等领域面临结构性增长的机会，同时二次设备和电网智能化投资有望结构性增长。

表 2: 思源电气核心业务拆分

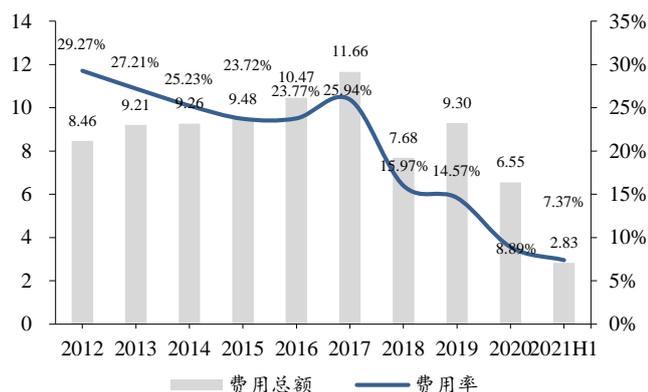
	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1
开关类产品 (GIS、隔离开关、断路器等)							
收入 (亿元)	8.46	12.38	9.93	17.34	13.87	19.92	18.37
YoY			17.4%	40.1%	39.6%	14.9%	32.5%
毛利 (亿元)	2.33	3.93	2.90	5.53	5.00	5.27	5.89
毛利率 (%)	27.5%	31.7%	29.2%	31.9%	36.0%	26.5%	32.1%
线圈类产品 (消弧线圈、高压互感器、电抗器、变压器等)							
收入 (亿元)	3.14	6.52	5.43	8.28	6.43	8.07	8.19
YoY			72.9%	27.0%	18.5%	-2.6%	27.3%
毛利 (亿元)	1.07	2.31	1.74	3.03	2.40	2.24	2.68
毛利率 (%)	34.1%	35.4%	32.0%	36.6%	37.4%	27.8%	32.7%
无功补偿类 (电力电容、SVG、整流器、充电桩等)							
收入 (亿元)	2.92	5.36	2.77	6.36	3.87	7.02	4.77
YoY			-5.1%	18.7%	39.7%	10.3%	23.3%
毛利 (亿元)	0.69	1.37	0.54	1.80	1.26	1.55	1.50
毛利率 (%)	23.6%	25.6%	19.5%	28.3%	32.6%	22.1%	31.4%
智能设备类							
收入 (亿元)	1.46	3.13	2.55	2.84	2.84	5.09	3.11
YoY			74.7%	-9.3%	11.4%	79.3%	9.6%
毛利 (亿元)	0.56	1.14	1.11	1.09	1.15	1.95	1.23

毛利率(%)	38.4%	36.4%	43.5%	38.4%	40.5%	38.2%	39.4%
总包 EPC							
收入(亿元)		2.89	2.59	5.06	1.83	3.63	2.92
YoY				75.1%	-29.5%	-28.2%	59.8%
毛利(亿元)		0.69	0.33	0.46	0.24	0.24	0.43
毛利率(%)		23.9%	12.7%	9.1%	13.0%	6.7%	14.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

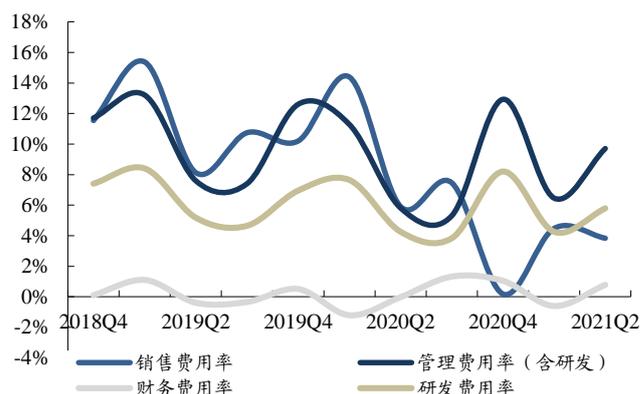
运费重分类导致销售费用下降，管理、研发费用同比增长。公司 2021H1 费用同比下降 5.35%至 2.83 亿元，期间费用率下降 3.02 个百分点至 12.44%。其中，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比下降 35.53%、上升 44.17%、上升 26.24%、上升 141.76%至 1.59 亿元、3.14 亿元、1.95 亿元、0.05 亿元；费用率分别下降 4.27、上升 0.75、下降 0.19、上升 0.5 个百分点至 4.14%、8.18%、5.07%、0.12%。2021Q2，销售、管理（含研发）、研发、财务费用分别同比-36.30%/+63.87%/+33.50%/-2636.40%，费用率分别为 3.84%/9.71%/5.80%/0.78%。

图 5：2021H1 期间费用 2.83 亿元，同比-5.35%（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：2021H1 期间费用率 12.44%，同比-3.02pct



数据来源：Wind，东吴证券研究所

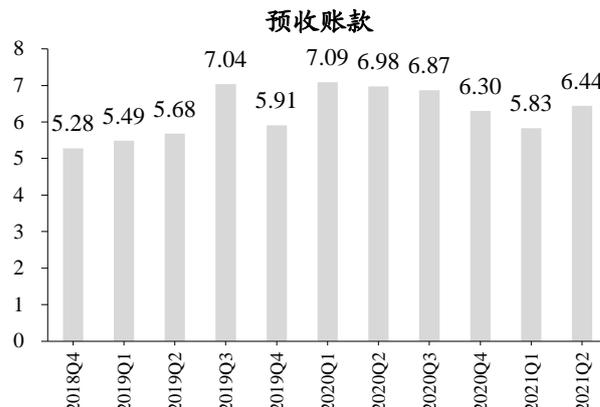
现金流净流入减少，预收账款小幅减少，存货、应收账款小幅增加。2021H1 经营活动现金流量净流出 4.79 亿元，同比下降 47.84%，其中 Q2 经营活动现金流量净额 0.58 亿元；销售商品取得现金 33.11 亿元，同比增长 25.73%。期末预收款项 6.44 亿元，比期初增长 2.20%。期末应收账款 26.18 亿元，较期初增长 5 亿元，应收账款周转天数下降 2.06 天至 111.03 天。期末存货 20.72 亿元，较期初上升 1.61 亿元；存货周转天数上升 16.43 天至 135.58 天。

图 7: 2021Q2 现金净流入 0.58 亿元, 同比-76.54% (亿元)



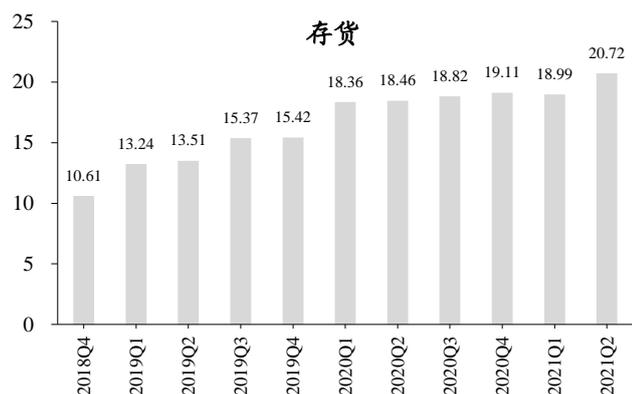
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 2021Q2 期末预收款项 6.44 亿元, 同比-7.74% (亿元)



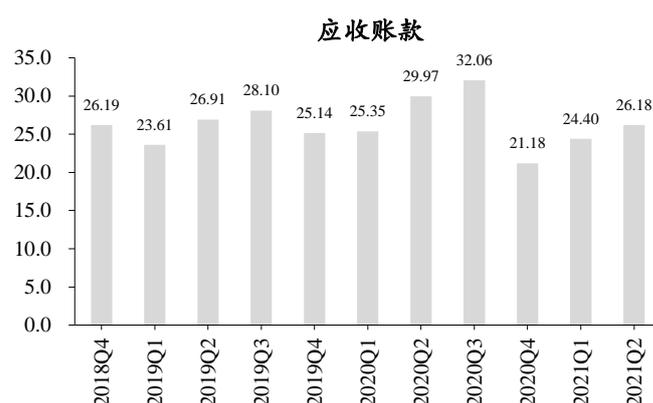
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 9: 2021Q2 期末存货 20.72 亿元, 较期初+1.73 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 2021Q2 期末应收账款 26.18 亿元, 较期初+1.78 亿元 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 考虑今年取消社保减免、汇兑损失等因素影响, 我们下调公司 2021-23 年归母净利润分别 12.8 亿元 (-0.5 亿元)、15.9 亿元 (-0.4 亿元)、18.7 亿元 (-0.6 亿元), 同比分别+37.2%、+23.7%、+18.1%, 对应现价 PE 分别 20x、16x、14x, 给予目标价 42 元, 对应 2021 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济下行, 投资不及预期

思源电气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,060	12,647	11,838	16,107	营业收入	7,373	9,061	10,722	12,375
现金	2,216	2,372	3,409	3,240	减:营业成本	5,215	6,211	7,318	8,450
应收账款	2,118	6,119	3,628	7,622	营业税金及附加	46	50	59	68
存货	1,911	2,201	2,644	2,950	营业费用	410	498	579	656
其他流动资产	1,815	1,955	2,157	2,295	管理费用	204	743	858	965
非流动资产	3,016	3,123	3,196	3,245	财务费用	41	77	75	52
长期股权投资	4	3	2	1	资产减值损失	8	5	5	6
固定资产	509	640	731	789	加:投资净收益	9	19	15	12
在建工程	158	134	116	103	其他收益	18	20	20	20
无形资产	256	258	259	264	营业利润	1,115	1,517	1,863	2,210
其他非流动资产	2,089	2,088	2,088	2,088	加:营业外净收支	0	-2	11	3
资产总计	11,075	15,769	15,034	19,352	利润总额	1,115	1,515	1,874	2,214
流动负债	4,204	7,703	5,395	7,843	减:所得税费用	121	167	206	243
短期借款	53	2,137	53	1,059	少数股东损益	61	67	83	99
应付账款	2,099	2,651	2,946	3,516	归属母公司净利润	933	1,281	1,585	1,872
其他流动负债	2,052	2,916	2,396	3,267	EBIT	1,051	1,501	1,842	2,142
非流动负债	160	160	160	160	EBITDA	1,136	1,586	1,952	2,275
长期借款	0	0	0	0	重要财务与估值指				
其他非流动负债	160	160	160	160	标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	4,364	7,863	5,555	8,003	每股收益(元)	1.22	1.68	2.08	2.45
少数股东权益	190	257	340	439	每股净资产(元)	8.55	10.03	11.98	14.30
归属母公司股东权益	6,521	7,649	9,139	10,910	发行在外股份(百万股)	763	763	763	763
负债和股东权益	11,075	15,769	15,034	19,352	ROIC(%)	14.2%	13.6%	17.8%	15.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	14.8%	17.1%	17.6%	17.4%
经营活动现金流	818	-1,544	3,440	-874	毛利率(%)	29.3%	31.5%	31.7%	31.7%
投资活动现金流	-188	-154	-148	-150	销售净利率(%)	12.7%	14.1%	14.8%	15.1%
筹资活动现金流	-18	1,855	-2,254	855	资产负债率(%)	39.4%	49.9%	36.9%	41.4%
现金净增加额	581	156	1,037	-170	收入增长率(%)	15.6%	22.9%	18.3%	15.4%
折旧和摊销	85	86	110	133	净利润增长率(%)	67.4%	37.2%	23.7%	18.1%
资本开支	317	109	74	50	P/E	27.53	20.06	16.21	13.73
营运资本变动	-307	-3,016	1,622	-2,997	P/B	3.94	3.36	2.81	2.35
					EV/EBITDA	20.79	16.14	11.56	10.48

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

